

东软载波 (300183.SZ) 集成电路行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

沈建锋

联系人
(8621)61357589
shenjf@gjzq.com.cn

上半年电表招标超预期, 公司出货略高于 Q1

事件

福星晓程于 2011 年 5 月 11 日发布 2010 年年报补充公告: 全年 PLC 芯片销售收入 7992 万元, 同比增长 72%, 毛利率下降 1.54 个百分点; 另外, 国家电网公司于 5 月 5 日公布 2011 年集中规模采购电能表第二批项目中标公告: 本次招标共计采购电能表 1659 万只, 其中智能电表采购量为 1425 万只。

评论

PLC 行业高增长确定, 全年芯片销量有望超预期。1、福星晓程 2010 年 PLC 销售仍然实现大幅增长: 福星晓程 2010 年营业收入增长仅 7%, 低于市场预期, 但 PLC 芯片销售额仍然实现了 72% 的同比增长, 年末甚至还积压了 90 万片订单无法交货, 这是对 PLC 行业高增长最直接的论证; 2、2011 年上半年智能电表招标节奏加快: 国家电网公司 2011 年第二批集中采购智能电表 1425 万只, 相比 2011 年第一批招标总量增幅为 35.3%, 相比 2010 年第二批招标总量增幅为 24.8%, 招标节奏相比 2010 年同批次有明显提速; 2011 年两批集中采购电能表合计 2899 万只, 按照国网计划招标和市场预期的 5000 万只, 目前已完成 58%, 全年有望超预期, 相应的, 全年 PLC 芯片销量也有望超出市场预期的 2500 万片。

PLC 芯片价格下降空间不大, 毛利率将保持稳定。1、“次优价中标”模式消除 PLC 芯片下降压力: 为缓和 2010 年低价中标带来的电表质量较差以及交货速度迟缓的局面, 2011 年国网电表集中招标采用了“次优价中标”模式, 不再以价格为主导, 而是综合考虑公司产能、质量、交货准时性、产品价格等因素, 电表行业厂商毛利率水平有望得到改善, 从而将不存在往上游 PLC 企业传导的芯片价格下降压力; 2、电表企业相比 PLC 芯片厂家缺乏议价能力: 目前 PLC 标准没有统一, 上游 PLC 芯片厂家的技术各异, 当电网公司在标书中指定某些技术细节后, 电表企业只能采购某一家 PLC 芯片厂家的产品, 因此在议价过程中, 芯片企业往往也变得比较强势, 东软载波 2011Q1 毛利率甚至上升了 0.7 个百分点。

东软载波出货平稳, 全年 EPS 有望超 1.5 元。1、公司目前出货量较为平稳, 每月在 100 万片以上, 全年完成的销量必然在 1200 万片以上, 相比去年收入可以实现 50% 以上增长; 2、公司一季度已实现 EPS 0.384 元, 目前出货情况略高于一季度 (一季度共确认出货 280 万片), 预计二季度业绩与一季度相近, 上半年 EPS 将在 0.75-0.78 元左右, 而年底还有 5 个百分点的企业所得税退税; 3、公司目前产品价格和毛利率稳定, 而销售费用率和研发费用率却随收入增长出现了大幅下降, 1 季度下降了 5.5 个百分点, 这又将是业绩超预期的一大因素。

东软载波 5 年 40% 的净利润复合增速也较确定。1、目前全国共有 4.53 亿只电表, 5 年内需要更换近 5 亿只智能电表, 按目前安装进度无法在“十二五”期间完成更换, 为完成全面建设智能电网任务, 未来几年智能电表的安装进度必然加快; 2、后续的智能电表更换周期快: 智能电表自然寿命 8-10 年, 但由于是计量产品一般会提前至 5 年换一次, 另外在 2015-2020 智能电网的全面提升阶段, OFDM 窄带高速 PLC 电表将替换现有窄带低速产品; 3、目前 PLC 电表在存量电表中的占比不足 10%, 而未来全载波电表是趋势, 需要占到 50% 以上, PLC 行业将享受双重增长; 4、以目前的招标情况看, 2011 年公司的 PLC 市场占有率将保持稳定, 未来今年随着 4 代、5 代芯片推出, 将进一步提升公司竞争力。

维持盈利预测和“买入”评级

未来三年净利润复合增速 42%, 12 年 EPS 为 2.10 元。预计 2011-13 年公司将实现净利润 1.49、2.10 和 2.98 亿元, 同比增长 43.5%、40.9% 和 41.7%, 对应 EPS 分别为 1.49、2.10 和 2.98 元;

目标价 63 元, 给予公司“买入”评级。公司 63 元的目标价对应行业平均估值, 相比目前股价还有 30% 的上升空间; 而 42% 的利润复合增速更是体现了它的长期价值, 因此我们给予“买入”评级。

图1：东软载波三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	129	147	232	341	451
增长率	104.1%	14.4%	57.6%	46.8%	32.2%
主营业务成本	-44	-53	-85	-129	-168
% 销售收入	34.2%	36.0%	36.6%	37.7%	37.2%
毛利	85	94	147	212	283
% 销售收入	65.8%	64.0%	63.4%	62.3%	62.8%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-3	-5
% 销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-2	-3	-8	-14	-17
% 销售收入	1.9%	1.9%	3.5%	4.1%	3.8%
管理费用	-13	-21	-34	-53	-64
% 销售收入	10.0%	14.3%	14.6%	15.4%	14.3%
息税前利润（EBIT）	68	69	103	142	197
% 销售收入	52.7%	46.7%	44.2%	41.7%	43.7%
财务费用	0	1	0	13	26
% 销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-3.9%	-5.9%
资产减值损失	-3	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	65	69	102	156	223
营业利润率	50.3%	47.1%	43.9%	45.6%	49.5%
营业外收支	2	12	12	10	10
税前利润	67	81	114	166	233
利润率	52.0%	55.1%	49.1%	48.6%	51.8%
所得税	-9	-11	-10	-17	-23
所得税率	13.9%	13.7%	9.0%	10.0%	10.0%
净利润	58	70	104	149	210
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	58	70	104	149	210
净利率	44.8%	47.6%	44.7%	43.7%	46.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	58	70	104	149	210
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	4	1	3	4	7
非经营收益	0	0	-14	-10	-10
营运资金变动	-20	-4	-21	-24	-24
经营活动现金净流	42	67	72	119	183
资本开支	-2	-1	-60	-24	-15
投资	0	0	-1	0	0
其他	-57	0	0	0	0
投资活动现金净流	-59	-1	-61	-24	-15
股权募资	31	0	0	1,006	0
债权募资	0	0	0	0	1
其他	-5	-25	0	0	0
筹资活动现金净流	26	-25	0	1,006	1
现金净流量	9	41	11	1,101	169

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	37	80	91	1,191	1,361
应收款项	32	33	54	79	104
存货	11	21	26	39	51
其他流动资产	1	1	5	6	7
流动资产	81	136	174	1,315	1,522
% 总资产	84.5%	90.5%	67.2%	92.0%	92.0%
长期投资	1	1	2	1	1
固定资产	13	12	77	93	97
% 总资产	13.4%	8.3%	29.6%	6.5%	5.8%
无形资产	1	1	5	20	34
非流动资产	15	14	85	115	133
% 总资产	15.5%	9.5%	32.8%	8.0%	8.0%
资产总计	96	150	260	1,430	1,655
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	8	18	22	33	43
其他流动负债	4	6	9	13	17
流动负债	12	24	31	47	61
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	2	0	0	0
负债	12	26	31	47	62
普通股股东权益	85	124	253	1,407	1,617
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	96	150	284	1,454	1,679

比率分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	#VALUE!	#VALUE!	1.384	1.491	2.100
每股净资产	1.691	2.472	3.367	14.072	16.172
每股经营现金净流	0.836	1.370	0.955	1.192	1.832
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	68.08%	56.64%	41.11%	10.59%	12.99%
总资产收益率	59.87%	46.78%	36.61%	10.25%	12.51%
投入资本收益率	68.98%	47.29%	37.03%	9.10%	10.96%
增长率					
主营业务收入增长率	104.05%	14.45%	57.65%	46.78%	32.16%
EBIT增长率	210.97%	1.41%	49.33%	38.54%	38.38%
净利润增长率	119.40%	21.64%	48.07%	43.57%	40.91%
总资产增长率	42.49%	55.69%	73.29%	450.48%	15.76%
资产管理能力					
应收账款周转天数	58.8	76.9	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	83.1	107.7	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	33.5	71.8	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	36.6	30.7	40.5	66.4	61.4
偿债能力					
净负债/股东权益	-43.86%	-64.68%	-35.89%	-84.67%	-84.07%
EBIT利息保障倍数	-257.8	-118.1	-287.9	-10.7	-7.5
资产负债率	12.05%	17.41%	10.94%	3.20%	3.69%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-18	买入	43.52	62.00 ~ 62.00
2	2011-03-31	买入	43.92	N/A
3	2011-04-08	买入	47.72	62.00 ~ 62.00
4	2011-04-17	买入	49.45	63.00 ~ 63.00
5	2011-04-26	买入	47.98	N/A

来源：国金证券研究所

历史推荐与股价

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室